

国内汽车座椅零部件核心供应商，扩产加速未来可期

—明阳科技（837663.BJ）公司首次覆盖

核心观点：

- 明阳科技：国内汽车座椅零部件核心供应商，业绩高速增长。**公司深耕汽车座椅领域六十余载，形成粉末冶金零件（PM）、自润滑轴承（DU）、传力杆（LG）、金属粉末注射成形零件（MIM）四大系列产品，2023年3月于北交所上市。2023年公司实现营业收入2.58亿/+24.3%、归母净利润0.67亿/+30.6%、销售毛利率46.2%/+1.1pct，在汽车市场竞争激烈、整车厂向上游转嫁压力形成零部件年降惯例下，公司通过产能释放发挥规模效应完美对冲。
- 汽车座椅国内市场规模近千亿元，国产替代迫在眉睫。**汽车座椅主要由面套、骨架、升降器、滑轨、调角器、驱动器为核心零部件组成，消费升级下新功能不断涌现，高端车型座椅功能逐渐下沉，加热、通风、按摩、电动调节、记忆、零重力等逐渐成为标配。据观研天下数据，2022年国内汽车座椅市场规模约976.1亿元，预计2026年将达1,500亿元，四年CAGR=11.3%。汽车座椅行业集中度较高，存在认证+技术+资金+运维四大壁垒，鉴于汽车行业竞争进一步加剧再度催生主机厂降本需求，综合运维响应速度、配套完整程度、市场消费潜力等因素，国内依然具备较强吸引力，我们看好汽车座椅领域的国产替代。
- 公司产能扩张迅速，深度绑定华域汽车。**2021年公司四大系列产品产能利用率均处于较高水平，产销率均在100%周围徘徊，产能扩张势在必行。募投项目2025年末达产后，预计整体年产能增长约102.2%，产能扩张迅速。公司主要客户多为汽车座椅领域龙头，2023年前五大客户营业收入占比约65.9%，公司与华域汽车自2006年起开始进行业务接触，合作关系紧密而稳定，目前公司已进入除丰田纺织外的其他全球Top 5与全部国内Top 3的供应链体系。
- 投资建议：**我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为0.93/1.23/1.58亿元，EPS分别为0.91/1.19/1.53元。给予公司2025年13-14倍PE，对应每股合理估值区间为15.47-16.66元，首次覆盖，给予明阳科技“推荐”评级。
- 风险提示：**海内外汽车座椅行业政策存在不确定性的风险；下游汽车需求修复缓慢的风险；产能扩张不及预期的风险；客户集中度过高的风险等。

主要财务指标预测

项目	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	257.81	328.82	425.64	543.57
收入增速（%）	24.31	27.54	29.44	27.71
归母净利润（百万元）	66.53	93.46	122.90	158.41
利润增速（%）	30.59	40.48	31.50	28.89
毛利率（%）	46.19	46.40	46.68	46.83
摊薄EPS（元）	0.64	0.91	1.19	1.53
PE（倍）	15.09	10.74	8.17	6.34
PB（倍）	2.83	2.24	1.76	1.38
PS（倍）	3.89	3.05	2.36	1.85

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

明阳科技(837663)

推荐 (首次)

分析师

洪烨

☎：0755-83479312

✉：hongye_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523060002

市场数据

2024-07-19

股票代码	837663
A股收盘价(元)	9.66
上证指数	2,964.22
总股本(万股)	10,320
实际流通A股(万股)	3,038
流通A股市值(亿元)	3

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

目 录

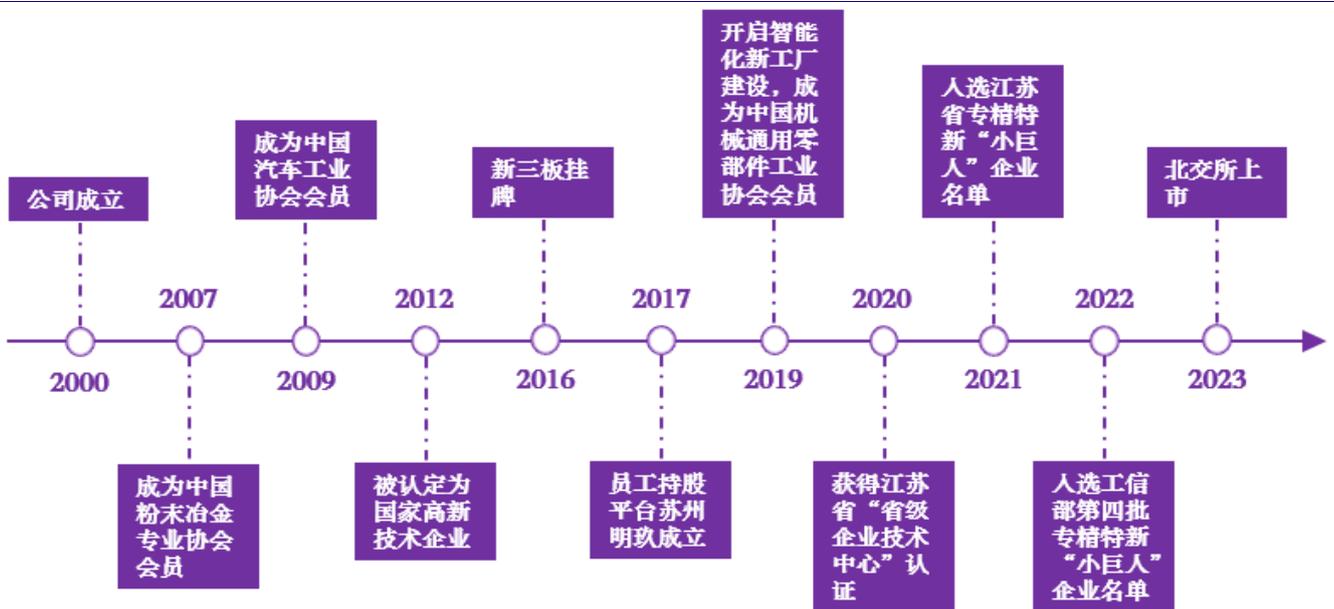
一、明阳科技：国内汽车座椅零部件核心供应商，业绩高速增长.....	3
（一）深耕汽车座椅领域二十余载，形成四大系列产品	3
（二）业绩高速增长，盈利能力稳健.....	4
（三）股权相对集中，实际控制人合计持股约 65%	4
二、汽车座椅国内市场规模近千亿，国产替代迫在眉睫	5
（一）汽车座椅包含在车身系统内，支持与鼓励政策频出	5
（二）海内外汽车销量回暖，汽车座椅国内市场规模近千亿	6
（三）汽车座椅存在四大壁垒，国产替代迫在眉睫.....	7
三、公司产能扩张迅速，深度绑定华域汽车.....	8
（一）公司产能扩张迅速，募投项目偏向新功能座椅.....	8
（二）深度绑定华域汽车，打入主要汽车座椅厂商供应链	10
四、盈利预测、估值分析与投资建议.....	10
（一）盈利预测	10
（二）估值分析与投资建议	10
五、风险提示.....	11
附录：	13
（一）公司财务预测表.....	13

一、明阳科技：国内汽车座椅零部件核心供应商，业绩高速增长

（一）深耕汽车座椅领域二十余载，形成四大系列产品

深耕汽车座椅调节领域二十余载，形成四大系列产品。明阳科技（苏州）股份有限公司 2000 年 2 月成立于江苏省苏州市吴江区，2012 年 8 月被认定为国家高新技术企业，2016 年 6 月挂牌新三板，2022 年 8 月入选工信部第四批专精特新“小巨人”企业名单，2023 年 3 月于北交所上市。公司主要从事汽车座椅调节系统核心零部件的研发、生产、销售，专业提供高性能、高强度、高精度、复杂零部件的专业化定制服务。形成粉末冶金零件（PM）、自润滑轴承（DU）、传力杆（LG）、金属粉末注射成形零件（MIM）四大系列产品，新拓展的座椅机构件总成业务初露锋芒，目前主要应用于汽车座椅的调节系统，在工程机械、电动工具等领域也有较大的发挥空间。

图1：明阳科技发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，中国银河证券研究院

表1：明阳科技形成四大系列产品

产品名称	简介	具体产品	示意图
粉末冶金零件 (PM)	以金属粉末或金属粉末与非金属粉末的混合物为原料，采用压力填入模具内制成具有一定强度的成形坯，再经过高温烧结使合金元素进行合金化	滑块、凸轮、偏心轮、底座、含有烧结轴承、调节机构零件、二级行星减速机构零件	
自润滑轴承 (DU)	由自润滑复合材料冲压成型，主要包括轴套、衬套、垫片、导轨、滑板、关节轴承等机械零件。自润滑材料摩擦系数低，能达到消除噪声、减少振动的目的	金属背衬粘接自润滑轴承、金属背衬烧结自润滑轴承、金属网背衬烧结自润滑轴承	
传力杆 (LG)	又称同步杆、连接杆、星形杆等，用于汽车座椅的角度调节机构，连接座椅两侧的调角器及驱动电机（电动型）或手轮（手动型）	空芯传力杆、实芯传力杆、传力杆焊接总成、六棱空芯杆	
金属粉末注射成形零件 (MIM)	将金属粉末与有机粘结剂在一定温度下采用适当的方法混合成均匀的喂料，将粉末状态的喂料加工成一定形状与大小的粒状物后，在加热塑化状态下用注射成形机注入模具型腔内获得成形坯，再经过化学或溶剂脱脂，最后经烧结形成致密的金属零件	驱动轮、铰链产品、操纵杆、马达底座	

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

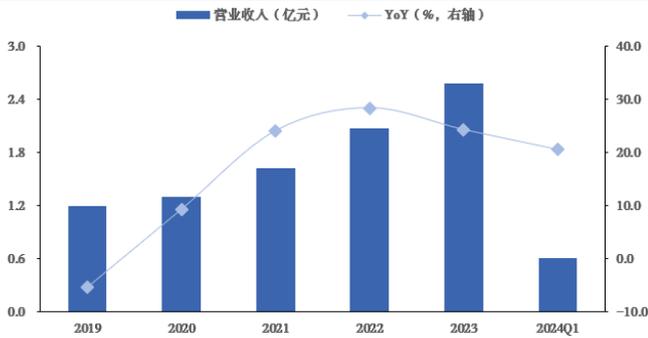
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

(二) 业绩高速增长，盈利能力稳健

业绩高速增长，盈利能力稳健。2023 年公司实现营业收入 2.58 亿/+24.3%、归母净利润 0.67 亿/+30.6%，2024Q1 单季实现营业收入 0.6 亿/+20.6%、归母净利润 0.17 亿/+33.6%，2021-2024Q1 公司营业收入增速保持在 20%以上，2022-2024Q1 公司归母净利润增速保持在 30%以上，业绩高速增长。分产品看，2023 年粉末冶金零件、自润滑轴承、传力杆、金属粉末注射成形零件四大系列产品营业收入占比分别为 40.9%、23.7%、20.9%、9.7%，新拓展的座椅机构件总成业务也有 3.3%的份额，近年来粉末冶金零件、金属粉末注射成形零件两大产品对营业收入增长贡献较大。

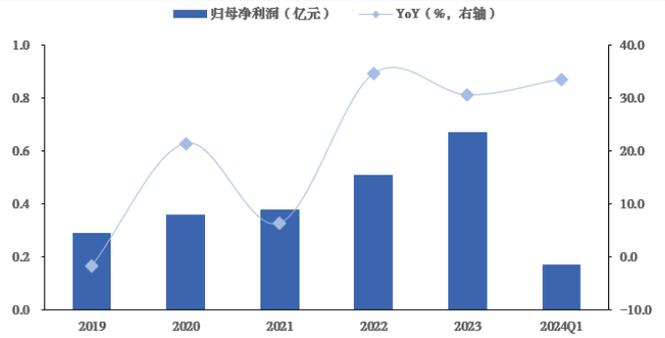
2023 年公司实现销售毛利率 46.2%/+1.1pct、销售净利率 25.8%/+1.3pct，2021-2024Q1 公司销售毛利率与净利率均稳步提升，在汽车市场竞争激烈、整车厂向上游转嫁压力形成零部件年降惯例下，公司能够通过产能释放发挥规模效应完美对冲，实属不易。公司三大期间费用率稳中有降，2023 年控制在 10%以内，其中管理费用率仍处于较高水平，存在优化空间。

图2：2019-2024Q1 公司营业收入



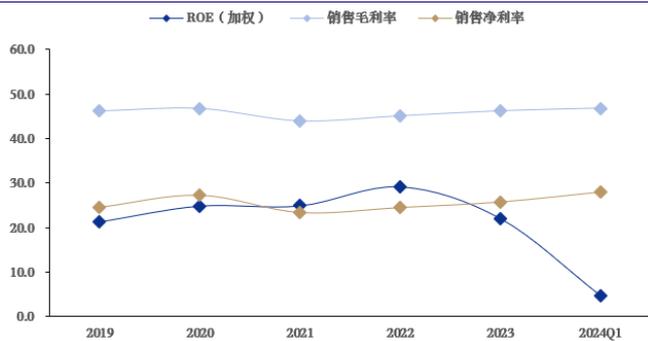
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：2019-2024Q1 公司归母净利润



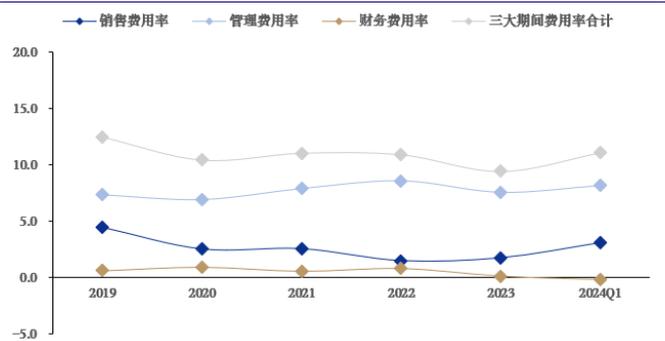
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：2019-2024Q1 公司盈利能力 (单位：%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5：2019-2024Q1 公司三大期间费用率 (单位：%)

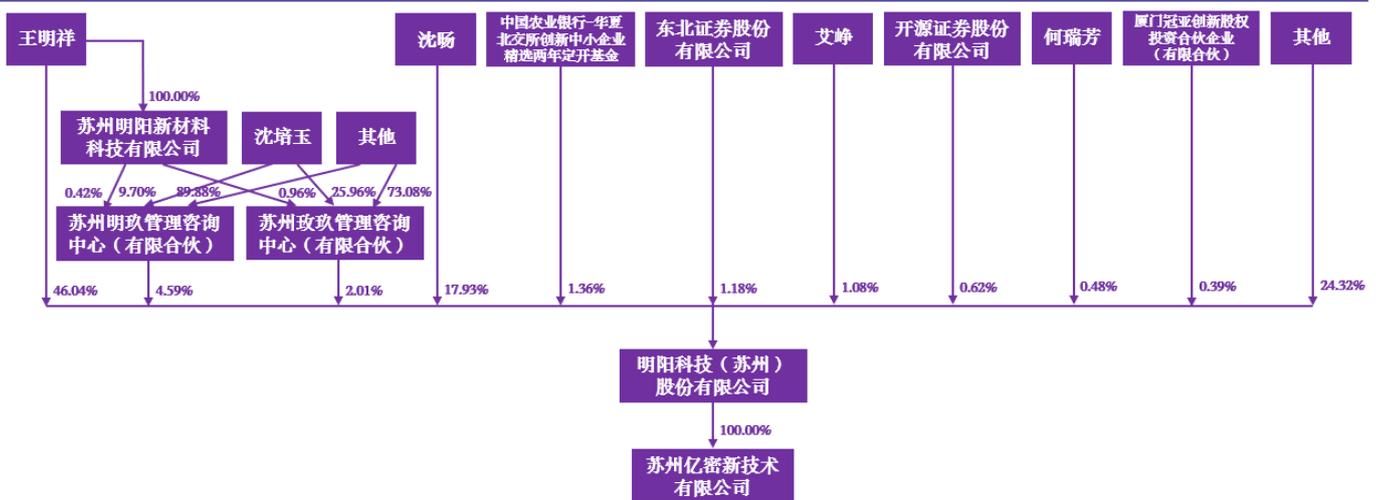


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(三) 股权相对集中，实际控制人合计持股约 65%

股权相对集中，实际控制人合计持股约 65%。公司前十大股东合计占总股本比例 75.7%，股权相对集中。实际控制人为王明祥、沈培玉夫妇与其子沈旻，王明祥与沈旻直接持股 46%与 17.9%，王明祥还与沈培玉通过苏州明玖与苏州玖玖间接持有公司股份，实际控制人合计持股约 65%，此外华夏基金、东北证券、艾峥亦持股在 1%以上。苏州亿密是明阳科技唯一的参控股公司，主营精密零部件的技术开发、咨询、转让以及五金配件、机电设备、有色金属材料、工装模具检具、电气仪表等的销售。

图6：截至 2024Q1 明阳科技股权结构



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

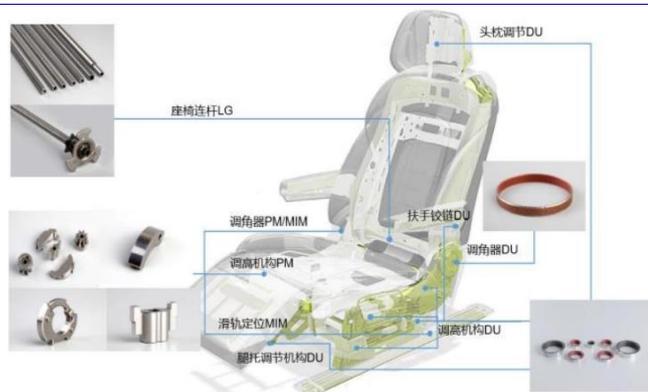
二、汽车座椅国内市场规模近千亿，国产替代迫在眉睫

(一) 汽车座椅包含在车身系统内，支持与鼓励政策频出

汽车座椅包含在车身系统内，面套、骨架成本占比较高。据国家统计局发布的《国民经济行业分类》(GB/T4754-2017)，公司隶属于“C36 汽车制造业”中的“C3670 汽车零部件及配件制造业”。汽车通常由上万个零部件组装而成，主要包括发动机、车身、底盘、电气设备四大部分，其中座椅包含在车身系统内，集人体工程、机械驱动、控制工程等为一体，是汽车基本配置及汽车被动安全的重要产品之一。汽车座椅主要由面套、骨架、升降器、滑轨、调角器、驱动器等核心零部件组成，其中升降器用于改变座盆四连杆的角度，根据乘客需求调整座椅坐垫高度，滑轨用于调节座椅的前后位置，调角器用于实现汽车座椅靠背仰卧与折叠运动。

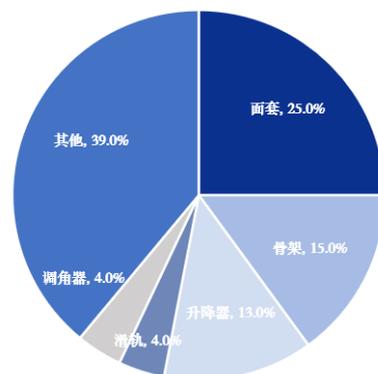
汽车座椅产业链上游涉及金属粉末、高分子材料、板材、管材、棒材、模具、耗材等原材料供应商，中游主要为座椅零部件加工商，下游的座椅总装厂与汽车制造商为座椅零部件的最终用户。据华经产业研究院数据，2022 年乘用车座椅零部件的成本结构中，面套因组成相对复杂，成本占比为最高的约 25%，骨架存在一定技术壁垒，成本占比约 15%，在汽车轻量化、智能化背景下，座椅各零部件均有望实现量价齐升。

图7：明阳科技四大系列产品在汽车座椅中的应用分布



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图8：2022 年乘用车座椅零部件成本结构



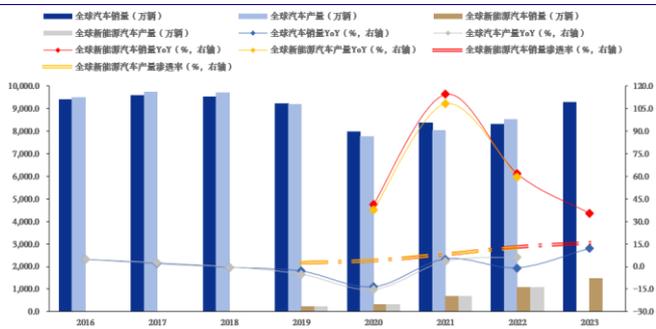
资料来源：华经产业研究院，中国银河证券研究院

国家政策频出，支持与鼓励汽车零部件产业快速发展。2020年10月，国务院办公厅发布《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》，提出建立健全龙头企业、国家重点实验室、国家制造业创新中心联合研发攻关机制，聚焦核心工艺、专用材料、关键零部件、制造装备等短板弱项，从不同技术路径积极探索，提高关键共性技术供给能力；2021年4月，国家发改委发布《汽车零部件再制造规范管理暂行办法的通知》，提出规范汽车零部件再制造行为与市场秩序，保障再制造产品质量，推动再制造产业规范化发展；2021年6月，中国汽车工业协会发布《“十四五”汽车产业发展建议》，提出主动参与国际竞争，一批具有比较优势的零部件企业规模不断扩大，并进入全球配套体系，为全球化发展奠定基础；2022年8月，工信部与财政部联合发布《关于开展财政支持中小企业数字化转型试点工作的通知》，提出财政支持重点向医药与化学制造、通用与专用设备、汽车零部件与配件制造、运输设备制造、电气机械与器材制造、计算机与通讯电子等行业中小企业倾斜。

（二）海内外汽车销量回暖，汽车座椅国内市场规模近千亿

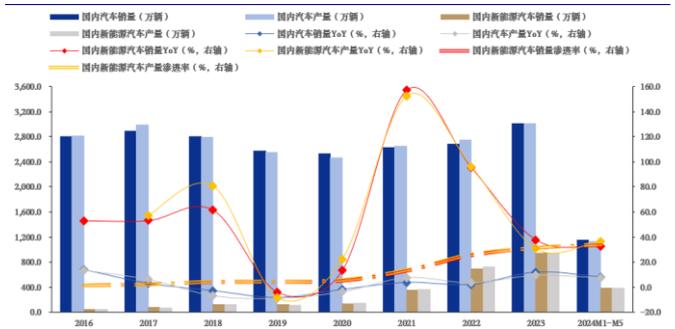
2023年海内外汽车销量增速均回暖，新能源汽车渗透率进一步提升。据EV Tank、伊维智库统计，2023年全球汽车销量约9,272.5万辆/+11.9%，同比增速回暖，新能源汽车销量约1465.3万辆/+35.4%。据中国汽车工业协会统计，2023年国内汽车销量约3,009.4万辆/+12%，约占全球的32.5%，同比增速亦回暖，2024年1-5月约1,149.6万辆/+8.3%，2023年国内新能源汽车销量约949.5万辆/+37.9%，约占全球的64.8%，2024年1-5月约389.5万辆/+32.5%。由于地缘、配套等因素对成本的影响，近年来国内汽车领域尤其是新能源汽车领域自主品牌整车厂的崛起极大地带动了国内汽车零部件行业的发展。

图9：2016-2023年全球汽车、新能源汽车产销量



资料来源：EV Tank，伊维智库，中国银河证券研究院

图10：2016-2024年国内汽车、新能源汽车产销量



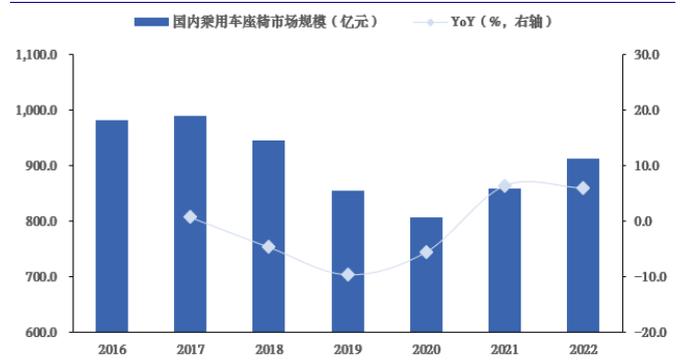
资料来源：中国汽车工业协会，中国银河证券研究院

图11：华为问界 M7 零重力座椅



资料来源：AITO 公众号，中国银河证券研究院

图12：2016-2022年国内乘用车座椅市场规模

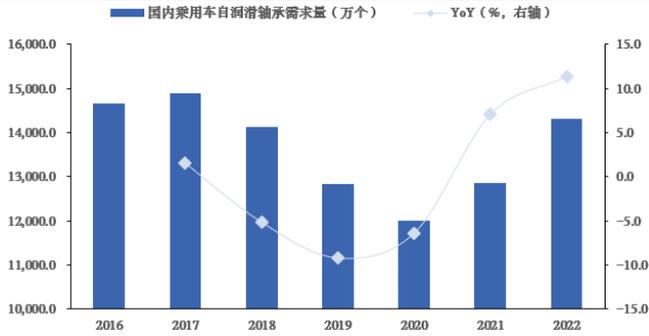


资料来源：观研天下，中国银河证券研究院

汽车座椅消费属性突显，国内市场规模近千亿。汽车座椅对驾乘体验影响显著，消费升级下新功能不断涌现，高端车型座椅功能逐渐下沉，加热、通风、按摩、电动调节、记忆、零重力等逐渐成为请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

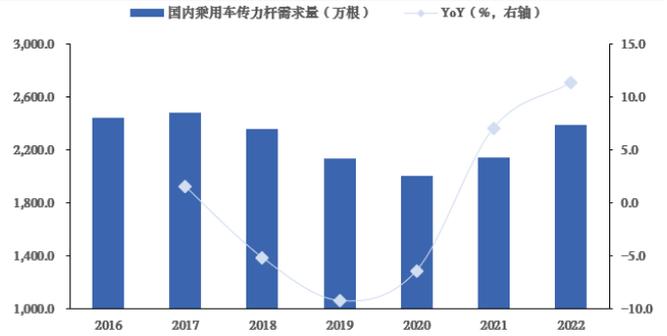
标配。据观研天下数据，低端轿车座椅的平均价值量在 850-1,050 美元左右，中端在 1,400-1,600 美元左右，高端甚至超过 2,000 美元，大部分轿车座椅成本约占整车的 5%，2022 年国内汽车座椅市场规模约 976.1 亿，其中乘用车约 911.1 亿、商用车约 65 亿，2022 年国内汽车座椅配套需求量约 13,222.1 万席，其中乘用车约 12,108.4 万席、商用车约 1,113.7 万席，预计 2026 年国内汽车座椅市场规模将达 1,500 亿，四年 CAGR=11.3%。据亿渡数据统计，2022 年国内乘用车自润滑轴承需求量约 14,301.7 万个、传力杆需求量约 2,383.6 万根。

图13: 2016-2022 年国内乘用车自润滑轴承需求量



资料来源: 亿渡数据, 中国银河证券研究院

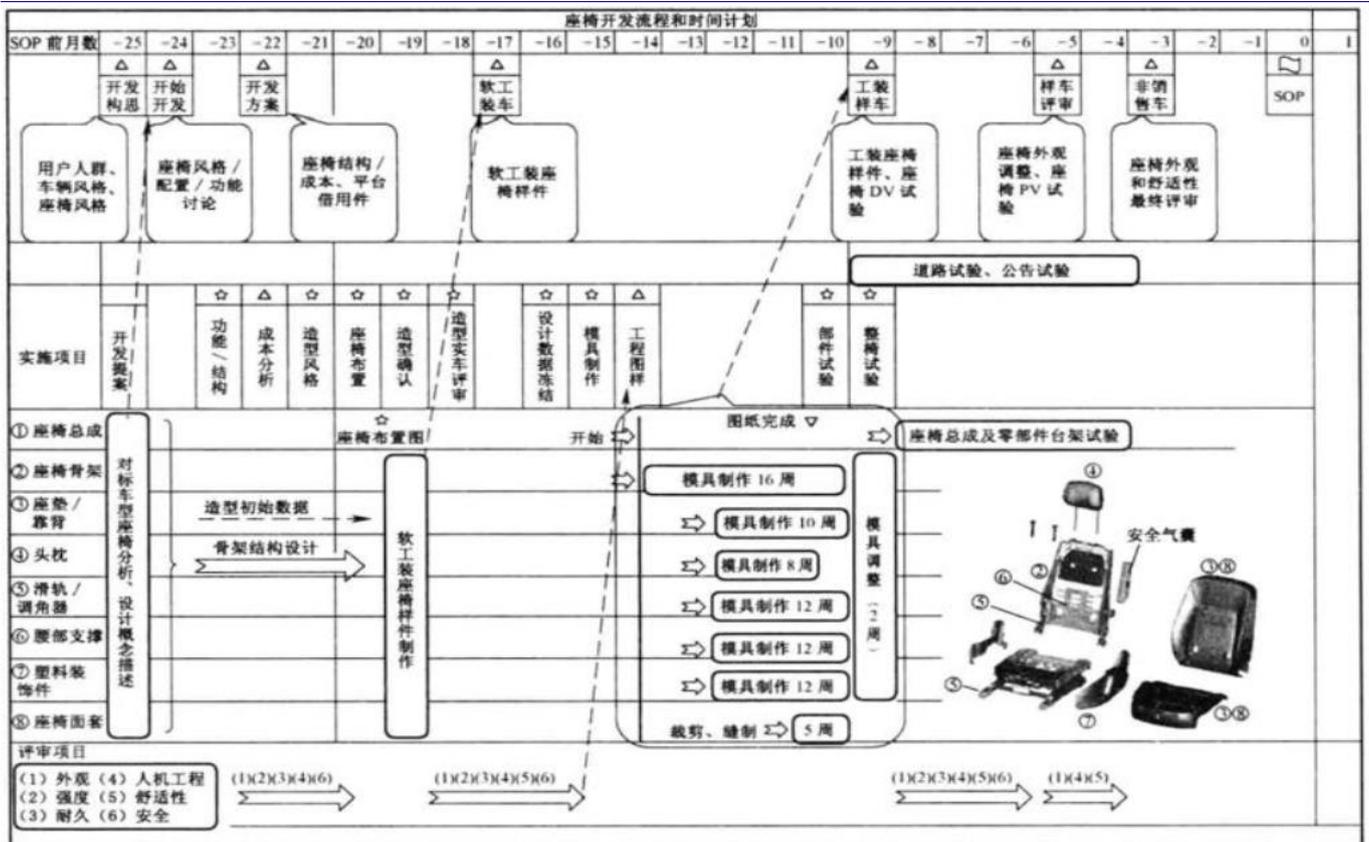
图14: 2016-2022 年国内乘用车传力杆需求量



资料来源: 亿渡数据, 中国银河证券研究院

(三) 汽车座椅存在四大壁垒，国产替代迫在眉睫

图15: 汽车座椅开发流程与时间规划缩短



资料来源: 钟柳华等《汽车座椅设计与制造》, 中国银河证券研究院

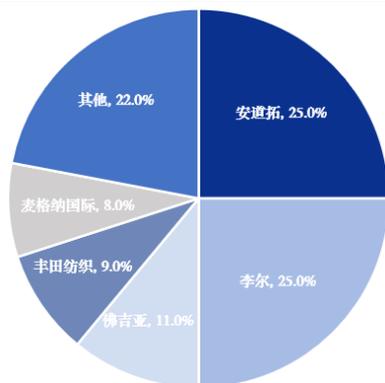
汽车座椅存在认证+技术+资金+运维四大壁垒，安全性是首要前提。(1) 认证壁垒：汽车座椅只有通过 IATF 16949（全球汽车行业权威的第三方认证体系），才能进入整车厂的供应商名单，同时整车厂请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

与跨国汽车零部件企业自身还实行严格的供应商评审体系，在批量生产前需进行严格的产品质量先期策划（APQP）、生产件批准程序（PPAP）、批产前现场核查（SOP）等；（2）技术壁垒：座椅作为汽车零部件中的重要被动安全件，在车辆发生碰撞时为乘客提供安全保护，需满足严格的法规及行业标准。汽车座椅系统存在很多设计参数，座椅工程师与总布置工程师充分交流讨论使座椅布置达到最佳效果，设计完后需进行各种测试以检验座椅样件是否达到预期的功能、性能、刚度、强度、疲劳寿命等；（3）资金壁垒：汽车座椅行业的模具开发、产品生产、试验认可等环节固定资产投资规模较大，原材料、成品安全库存储备等也存在较高的资金门槛，同时汽车零部件供应商通常会在重要客户所在区域的周边近距离设立生产基地。此外，汽车零部件供应商在产业链中的议价能力相对较弱，给予下游的信用周期较长，形成一定的回款压力；（4）运维壁垒：汽车座椅消费属性突显下，产品开发周期逐步向消费电子收敛，据钟柳华等《汽车座椅设计与制造》数据，汽车座椅系统自开始设计到批量投产需经历2-3年时间，整车厂通过车辆平台整合、供应链管理等方式加快车型迭代速度，对汽车零部件供应商的响应速度要求不断提高。

汽车座椅行业集中度较高，国产替代迫在眉睫。海外汽车座椅供应商与整车厂建立了长期稳定的配套关系，为减少开发风险，整车厂一般不会轻易更换既有供应商，同时座椅专业设计与零部件集成设计人才大多聚集于外资厂商，国内同行暂时难以形成供应链的有效突破，例如滑轨、调角器等高端部件基本依赖进口。

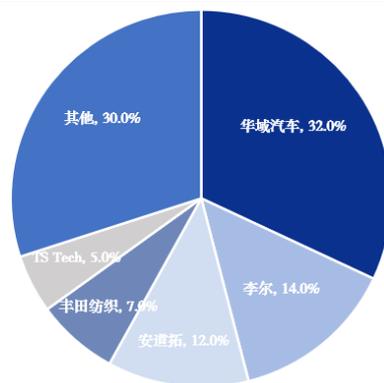
据 Marklines 数据，2021 年全球汽车座椅市场中，第三方总成巨头份额遥遥领先，Top 2 安道拓（美国，Adient）、李尔（美国，Lear）各占约 1/4，其次佛吉亚（法国，Forvia）、丰田纺织（日本，Toyota Boshoku）、麦格纳国际（加拿大，Magna International）分别拥有约 11%、9%、8% 的份额。而国内汽车座椅市场集中度与全球类似，2021 年 3 月华域汽车收购延锋安道拓后，自主品牌成功占据头把交椅，占比约 32%，其次李尔、安道拓、丰田纺织、TS Tech（日本）分别拥有约 14%、12%、7%、5% 的份额。此外合资绑定方面，延锋汽车（上海）绑定上汽集团、丰田纺织绑定广汽丰田与一汽丰田等、TS Tech 绑定广汽本田与东风本田等。鉴于汽车行业竞争进一步加剧再度催生主机厂降本需求，综合运维响应速度、配套完整程度、市场消费潜力等因素，国内依然具备较强吸引力，我们看好汽车座椅领域的国产替代。

图16：2021 年全球汽车座椅市场竞争格局



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

图17：2021 年国内汽车座椅市场竞争格局



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

三、公司产能扩张迅速，深度绑定华域汽车

（一）公司产能扩张迅速，募投项目偏向新功能座椅

产能扩张迅速，募投项目偏向新功能座椅。2021年公司粉末冶金零件、自润滑轴承、传力杆、金属粉末注射成形零件四大系列产品的产能利用率分别为85.8%、86.9%、78.2%、84%，处于较高水平，产销率分别为101.1%、101.5%、100.8%、98.3%，均在100%周围徘徊，产能扩张势在必行。公司募投项目包含“年产20,500万件自润滑轴承、5,300万件汽车零部件、24,200万件金属零部件”与“新功能座椅及关键部件研发中心”，投资总额分别为20,500万元与4,281万元，使用募投金额分别为11,304.6万元与4,281万元。预计2025年末项目达产后，粉末冶金零件产能将由2022年末的11,600万件增长至20,500万件，自润滑轴承产能将由2022年末的10,332万件增长至20,500万件，传力杆产能将由2022年末的1,800万件增长至5,300万件，金属粉末注射成形零件产能将由2022年末的1,000万件增长至3,700万件，产能扩张迅速。

表2：2019-2022H1 公司四大系列产品产能利用率与产销率

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1-6月	
粉末冶金零件	产能（万件）	6,200.0	15,964.0	17,513.7	18,425.6
	产量（万件）	5,005.7	6,553.5	9,949.3	6,348.4
	产能利用率	80.7%	81.9%	85.8%	105.0%
	销量（万件）	5,048.9	6,531.8	10,056.3	5,640.9
	产销率	100.9%	99.7%	101.1%	88.9%
自润滑轴承	产能（万件）	7,434.0	9,576.0	10,332.0	5,166.0
	产量（万件）	8,179.1	8,775.1	8,976.8	4,574.8
	产能利用率	110.0%	91.6%	86.9%	88.6%
	销量（万件）	8,220.4	8,670.4	9,107.2	4,399.7
	产销率	100.5%	98.8%	101.5%	96.2%
传力杆	产能（万件）	1,460.0	1,620.0	1,800.0	900.0
	产量（万件）	1,217.5	1,254.0	1,407.8	742.6
	产能利用率	83.4%	77.4%	78.2%	82.5%
	销量（万件）	1,245.1	1,254.1	1,419.0	696.6
	产销率	102.3%	100.0%	100.8%	93.8%
金属粉末注射成形零件	产能（万件）	600.0	800.0	1,000.0	559.0
	产量（万件）	574.6	679.8	839.7	565.1
	产能利用率	95.8%	85.0%	84.0%	101.1%
	销量（万件）	553.1	668.0	809.5	486.0
	产销率	86.0%	96.4%	98.3%	96.3%

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

表3：公司募投项目建成前后四大系列产品产能对比

产品名称	2022年末原有年产能 (万件)	预计募投项目新增年产能 (万件)	年产能增长幅度	预计2025年末建成后年产能 (万件)
粉末冶金零件	11,600	8,900	76.7%	20,500
自润滑轴承	10,332	10,168	98.4%	20,500
传力杆	1,800	3,500	194.4%	5,300
金属粉末注射成形零件	1,000	2,700	270.0%	3,700
合计	24,732	25,268	102.2%	50,000

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

（二）深度绑定华域汽车，打入主要汽车座椅厂商供应链

深度绑定华域汽车，打入主要汽车座椅厂商供应链。公司主要客户多为汽车座椅领域龙头，2023年前五大客户营业收入占比约 65.9%，其中第一大客户华域汽车营业收入占比约 48.1%，公司与华域汽车自 2006 年起开始进行业务接触，近二十年的经验令合作关系紧密而稳定。此外，目前公司已进入除丰田纺织外的其他全球 Top 5 与全部国内 Top 3 的供应链体系，产品已实现在上海大众、上海通用、一汽大众、长安福特、东风雪铁龙、华晨宝马、北京奔驰、日本丰田等品牌上的国产化供货。

表4：公司 2023 年前五大客户营业收入

序号	客户名称	2023 年营业收入（万元）	营业收入占比
1	华域汽车系统股份有限公司	12,397.0	48.1%
2	湖北中航精机科技有限公司	2,254.8	8.8%
3	佛吉亚集团	962.7	3.7%
4	上工申贝（集团）股份有限公司	741.7	2.9%
5	福耀玻璃工业集团股份有限公司	632.4	2.5%
合计		16,988.5	65.9%

资料来源：公司 2023 年年报，中国银河证券研究院

四、盈利预测、估值分析与投资建议

（一）盈利预测

公司是国内汽车座椅零部件核心供应商，深耕该领域二十余载，形成粉末冶金零件、自润滑轴承、传力杆、金属粉末注射成形零件四大系列产品，新拓展的座椅机构件总成业务初露锋芒，目前主要应用于汽车座椅的调节系统，在工程机械、电动工具等领域也有较大的发挥空间。汽车座椅国内市场模近千亿元，前景广阔，鉴于汽车行业竞争进一步加剧再度催生主机厂降本需求，综合运维响应速度、配套完整程度、市场消费潜力等因素，国内依然具备较强吸引力，我们看好汽车座椅领域的国产替代。公司产能扩张迅速，深度绑定华域汽车，增长潜力较大。我们预计公司 2024-2026 年粉末冶金零件产品营业收入增速 27%/25%/25%，毛利率 45%/45%/45%；自润滑轴承产品营业收入增速 23%/22%/22%，毛利率 55%/55%/55%；传力杆产品营业收入增速 8%/10%/12%，毛利率 38%/38.5%/39%；金属粉末注射成形零件营业收入增速 28%/30%/32%，毛利率 45%/45%/45%；座椅机构件总成产品营业收入增速 180%/120%/60%，毛利率 57%/57.5%/58%，可得公司 2024-2026 年整体营业收入分别为 3.29/4.26/5.44 亿元，同比增速 27.5%/29.4%/27.7%，归母净利润分别为 0.93/1.23/1.58 亿元，同比增速 40.5%/31.5%/28.9%，EPS 分别为 0.91/1.19/1.53 元。

（二）估值分析与投资建议

公司每股合理估值 15.47-16.66 元，给予明阳科技“推荐”评级。从行业类别、业务相似度、下游应用、经营规模、财务数据可比性等角度综合考量，我们选取岱美股份、东睦股份、长盛轴承、骏创科技这四家作为明阳科技的可比公司。计算可得可比公司 2024-2026 年 PE 均值为 15.72x/12.47x/10.20x，中值为 15.23x/12.69x/10.47x，考虑明阳科技国内汽车座椅零部件核心供应商地位稳固，产品品类齐全降低周期波动，产能扩张顺利，客户资源优质，相较可比公司具备溢价空间，给予公司 2025 年 13-14 倍 PE，对应每股合理估值区间为 15.47-16.66 元，首次覆盖，给予明阳科技“推荐”评级。

表5：重点推荐公司盈利预测与估值

股票代码	股票名称	EPS (元/股)				PE (倍)			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603730.SH	岱美股份	0.51	0.54	0.64	0.77	28.41	16.67	14.06	11.69
600114.SH	东睦股份	0.32	0.62	0.81	1.00	48.41	22.44	17.17	13.91
300718.SZ	长盛轴承	0.81	0.97	1.18	1.43	22.90	13.79	11.32	9.26
833533.BJ	骏创科技	0.89	1.18	1.61	1.98	23.92	10.00	7.33	5.96
	均值					30.91	15.72	12.47	10.20
	中值					26.17	15.23	12.69	10.47
837663.BJ	明阳科技	0.74	0.91	1.19	1.53	19.27	10.62	8.12	6.31

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：表中除明阳科技外，其余公司盈利预测均采用 Wind 一致预测，收盘价更新至 2024 年 7 月 22 日。

五、风险提示

- 1、海内外汽车座椅行业政策存在不确定性的风险；
- 2、下游汽车需求修复缓慢的风险；
- 3、汽车座椅零部件行业竞争加剧的风险；
- 4、产能扩张不及预期的风险；
- 5、客户集中度过高的风险；
- 6、汽车座椅行业技术变革加快的风险。

图表目录

图 1: 明阳科技发展历程.....	3
图 2: 2019-2024Q1 公司营业收入.....	4
图 3: 2019-2024Q1 公司归母净利润.....	4
图 4: 2019-2024Q1 公司盈利能力 (单位: %).....	4
图 5: 2019-2024Q1 公司三大期间费用率 (单位: %).....	4
图 6: 截至 2024Q1 明阳科技股权结构.....	5
图 7: 明阳科技四大系列产品在汽车座椅中的应用分布.....	5
图 8: 2022 年乘用车座椅零部件成本结构.....	5
图 9: 2016-2023 年全球汽车、新能源汽车产销量.....	6
图 10: 2016-2024 年国内汽车、新能源汽车产销量.....	6
图 11: 华为问界 M7 零重力座椅.....	6
图 12: 2016-2022 年国内乘用车座椅市场规模.....	6
图 13: 2016-2022 年国内乘用车自润滑轴承需求量.....	7
图 14: 2016-2022 年国内乘用车传力杆需求量.....	7
图 15: 汽车座椅开发流程与时间规划缩短.....	7
图 16: 2021 年全球汽车座椅市场竞争格局.....	8
图 17: 2021 年国内汽车座椅市场竞争格局.....	8

表格目录

表 1: 明阳科技形成四大系列产品.....	3
表 2: 2019-2022H1 公司四大系列产品产能利用率与产销率.....	9
表 3: 公司募投项目建成前后四大系列产品产能对比.....	9
表 4: 公司 2023 年前五大客户营业收入.....	10
表 5: 重点推荐公司盈利预测与估值.....	11

附录：
(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	326.37	429.98	559.41	729.85	营业收入	257.81	328.82	425.64	543.57
现金	121.19	175.52	241.90	332.55	营业成本	138.72	176.26	226.97	288.99
应收账款	100.91	123.31	156.07	196.29	营业税金及附加	2.79	3.29	4.26	5.44
其它应收款	0.70	0.73	0.95	1.21	营业费用	4.49	5.26	6.38	8.15
预付账款	0.46	2.64	3.40	4.33	管理费用	19.53	25.65	32.35	40.77
存货	29.28	36.72	46.02	57.80	财务费用	0.29	-0.67	-1.01	-1.53
其他	73.82	91.06	111.07	137.67	资产减值损失	-3.72	0.00	0.00	0.00
非流动资产	137.69	166.28	194.67	223.10	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.09	0.99	1.28	1.63
固定资产	106.83	131.52	155.59	179.72	营业利润	76.40	106.21	139.66	180.01
无形资产	10.81	11.01	11.21	11.41	营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	20.04	23.75	27.86	31.96	营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	464.06	596.26	754.08	952.95	利润总额	76.40	106.21	139.66	180.01
流动负债	103.35	136.98	166.90	202.36	所得税	9.87	12.74	16.76	21.60
短期借款	17.75	22.75	27.75	32.75	净利润	66.53	93.46	122.90	158.41
应付账款	34.57	48.96	63.05	80.28	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	51.03	65.27	76.10	89.33	归属母公司净利润	66.53	93.46	122.90	158.41
非流动负债	6.04	10.83	15.83	20.83	EBITDA	91.34	123.01	159.76	203.56
长期借款	3.65	8.65	13.65	18.65	EPS (元)	0.64	0.91	1.19	1.53
其他	2.39	2.18	2.18	2.18					
负债合计	109.39	147.81	182.73	223.19	主要财务比率				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入增速	24.31%	27.54%	29.44%	27.71%
归属母公司股东权益	354.66	448.45	571.35	729.76	营业利润增速	30.54%	39.01%	31.50%	28.89%
负债和股东权益	464.06	596.26	754.08	952.95	归属母公司净利润增速	30.59%	40.48%	31.50%	28.89%
现金流量表 (百万元)					毛利率	46.19%	46.40%	46.68%	46.83%
	2023A	2024E	2025E	2026E	净利率	25.81%	28.42%	28.88%	29.14%
经营活动现金流	50.46	90.35	106.22	134.62	ROE	18.76%	20.84%	21.51%	21.71%
净利润	66.53	93.46	122.90	158.41	ROIC	17.07%	18.78%	19.45%	19.74%
折旧摊销	14.78	17.47	21.10	25.08	资产负债率	23.57%	24.79%	24.23%	23.42%
财务费用	1.13	1.15	1.62	2.10	净负债比率	-24.02%	-28.88%	-32.53%	-36.52%
投资损失	-0.09	-0.99	-1.28	-1.63	流动比率	3.16	3.14	3.35	3.61
营运资金变动	-35.84	-20.66	-38.13	-49.33	速动比率	2.87	2.85	3.06	3.30
其它	3.95	-0.09	0.00	0.00	总资产周转率	0.66	0.62	0.63	0.64
投资活动现金流	-45.45	-44.98	-48.22	-51.87	应收账款周转率	2.72	2.93	3.05	3.09
资本支出	-30.54	-46.50	-49.50	-53.50	应付账款周转率	4.29	4.22	4.05	4.03
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.64	0.91	1.19	1.53
其他	-14.91	1.52	1.28	1.63	每股经营现金	0.49	0.88	1.03	1.30
筹资活动现金流	98.20	8.86	8.38	7.90	每股净资产	3.44	4.35	5.54	7.07
短期借款	11.76	5.00	5.00	5.00	PE	15.09	10.74	8.17	6.34
长期借款	-13.32	5.00	5.00	5.00	PB	2.83	2.24	1.76	1.38
其他	99.76	-1.14	-1.62	-2.10	EV/EBITDA	15.18	7.11	5.12	3.62
现金净增加额	103.28	54.33	66.38	90.65	PS	3.89	3.05	2.36	1.85

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

洪烨，通信&中小盘分析师。中国人民大学财务学硕士，西南财经大学财务管理学士，曾供职于国泰君安证券，2023年加入中国银河证券。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn